

日貨幣政策走上不歸路



國際視野 潘迪藍
Gavriel Dragomir
資深經濟師

過去3年，日本央行已經不擇手段、豁了出去的力圖重振該國經濟，以及將通脹推上2%。以日本國內的結構性阻力來說，這樣的目標可說是雄心勃勃的。但至少寬鬆的貨幣政策令日圓走軟，確實有助於一些大型企業的盈利大幅增長，從而刺激到勞動參與率上升。其結果是，日本的名義GDP恢復增長，令私營企業有條件去增加開支和再投資，日本根深蒂固的通縮問題得到部分紓緩。現時，日本只需要讓其脆弱的宏觀經濟穩定下來，根本不需要再進行不必要的干預。



日本央行推行負利率政策，可能是想藉此顯示它「不惜一切代價」的立場。可是，市場卻會覺得日本央行行長黑田東彥（圖）正在孤注一擲，因為其量化寬鬆策略已經黔驢技窮、走到盡頭。
（資料圖片）

因此，日本央行沒有預先透露口風，就在1月29日突然改變主意，宣布實施負利率政策，將該國金融機構存放在該行的部分資金的存在利率下調至負0.1厘，這是令人失望的。在去年12月7日，日本央行行長黑田東彥還表示，借貸成本已經很低，日本沒有必要推行負利率。

日本央行推行負利率政策，可能是想藉此顯示它「不惜一切代價」的立場（畢竟，負利率只適用於新做存款）。可是，市場卻會覺得，日本央行行長黑田東彥正在孤注一擲，因為其量化寬鬆策略已經黔驢技窮、走到盡頭。

市場憂黑田黔驢技窮

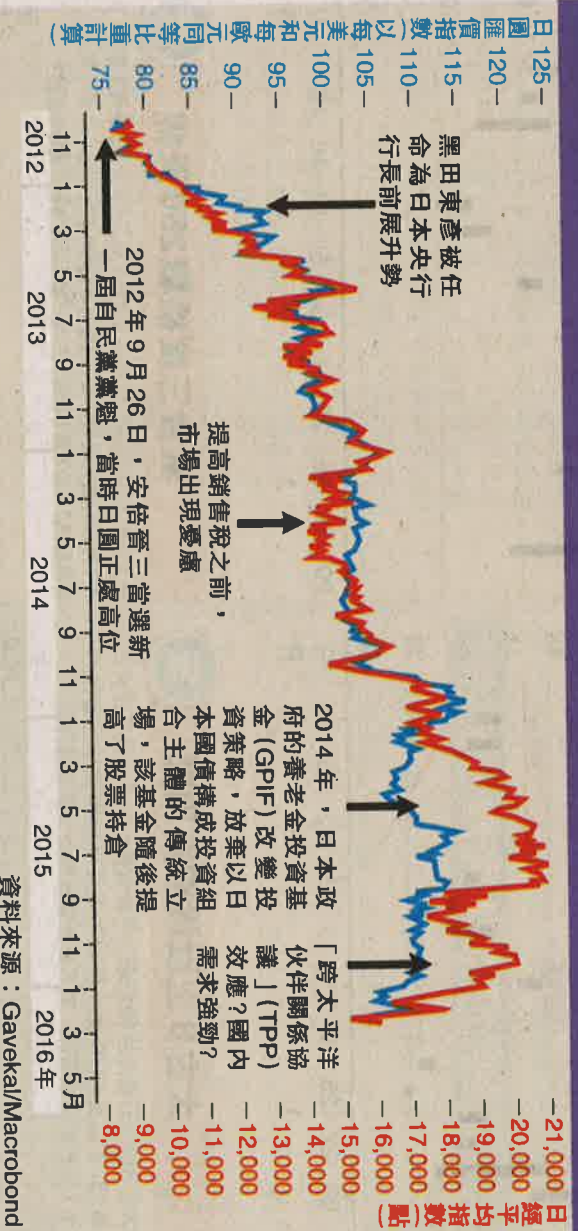
甚至可以说，歐洲隨後的大跌市顯示了，當地的投資者亦有着同樣的憂慮。「安倍經濟學」(Abenomics)一直乃是倚靠貨幣去刺激政策，例如透過財富效應、日圓貶值、企業盈利上升等等，從而振興經濟，實現通貨再膨脹。他希望，這可以形成一個自行維持的循環。因此，每當有任何迹象顯示某些政策無效，他總是會落更重的藥、將政策加碼來應對。

現在令人憂慮的是，在日本宏觀經濟背景已經疲弱的情形下，這將會變成一個惡性循環。去年第四季，在消費開支和出口雙雙下跌的情形下，日本國內生產總值(GDP)按季下跌了0.4%，以年率計算是下跌1.4%，比市場預期更差。

央行喪失捍衛債市功能

若日圓持續轉強，將可能引致企業盈利下調、工資難以上升，以及通脹預期轉弱，形成惡性循環。因此，日本央行必須將政策加碼，刺激銀行將它們的負

日經與日圓匯價走勢



資料來源：Gavriel/Macrobond

利率存款投入到實體經濟之中（更大的可能性是，投入到學息率較高的金融資產）。這意味着，日本央行將會進一步從日本政府債券市場中排擠商業銀行，迫使它們投入到較高風險的金融資產，並希望人壽保險公司、退休基金甚至個人投資者也跟隨。換言之，日本央行其實是正在以資產價格來興建一座「紙牌屋」。

很難知道結果將會怎樣。可是，若日本國債泡沫最終爆破，很明顯，日本央行將無法發揮在最後關頭購買日本國債的功能。原因很簡單，因為到了那時，它已經持有大部分的風險資產。

如果市場愈來愈認為，日本央行的貨幣政策正在走向背城借一、孤注一擲的不歸路，那麼股市投資者和企業管理層不再對「安倍經濟學」的通貨再膨脹故事給予「疑點得益」，就不足為奇了。

日股淪為一場貨幣遊戲

因此，日本股市可能會回復到2012年至2014年間的模式。即是說，宏觀經濟、匯率及外部因素對企業盈利增長的影響，比那些企業自己的因素更大。這亦意味着，廣大的日股神話，可能再一次淪為一場貨幣遊戲。